

## 华海药业

### 厄贝复方获批，制剂出口之路恢复畅通

#### 厄贝沙坦&氢氯噻嗪复方制剂获得 FDA 批准

近日，公司 12.5/150mg、12.5/300mg 两个规格的厄贝沙坦&氢氯噻嗪复方制剂获得 FDA 批准。这是继 2013 年 1 月拉莫三嗪控释片获批后，一年多以来公司首个获批品种，我们预计新产品获批将使公司业绩小幅增厚。

#### 制剂出口之路恢复畅通，看好公司产业升级潜力

相对于新品种带来的业绩增厚，我们认为，本次获批更大的意义在于，标志着公司制剂出口的成长路径已恢复畅通。2013 年 8 月，由于上一次生产线认证有效期结束，FDA 对公司进行了新一轮的生产线现场检查。但由于 FDA 人员不足等问题，直到 2014 年 3 月公司才获得生产线再次通过认证的确认。生产线通过 FDA 认证是制剂获批的先决条件，认证滞后造成公司长时间产品无法获批。目前这一障碍已经消除，公司厄贝复方顺利获批。我们将持续关注公司左乙拉西坦缓控片、安非他酮缓控片等后续品种的审批进展。

#### 环保要求提升对公司原料药短期影响较大，二季度已开始逐步恢复

2013 年四季度以来，环保压力对公司原料药业务的产能限制较大。一季度公司多数原料药车间处于停工状态，当季业绩出现明显下滑。目前，公司原料药车间已开始逐步复产，我们预计下半年原料药业务将得到全面恢复。

#### 估值：下调目标价至 14 元，维持“买入”评级

鉴于短期原料药产能受限且制剂产品的研发投入快速增加，我们下调 2014-16 年公司 EPS 预测至 0.44/0.58/0.80 元（原为 0.53/0.69/0.93 元），并小幅下调长期盈利预测假设，根据瑞银 VACM 模型（WACC8.4%）得到新目标价 14 元。过去一年受原料药环保问题和制剂获批滞后影响，公司股价出现大幅下滑。我们认为公司经营状况已开始向好，给予“买入”评级。

### Equities

中国  
药品

12 个月评级 **买入**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb14.00**  
之前: Rmb18.00

股价 **Rmb10.36**

路透代码: 600521.SS 彭博代码 600521 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb20.05-9.92		
市值	Rmb8.14 十亿/US\$1.30 十亿		
已发行股本	785 百万 (ORDA)		
流通股比例	56%		
日均成交量(千股)	6,593		
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb81.0		
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb3.19 十亿		
市净率 (12/14E)	2.5x		
净债务 / EBITDA	0.7x		

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.53	0.44	-17.90	0.64
12/15E	0.69	0.58	-15.38	0.67
12/16E	0.93	0.80	-14.46	0.93

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,827.61	2,014.39	2,296.41	2,434.19	3,115.77	3,957.02	4,946.28	6,158.12
息税前利润(UBS)	327.52	392.13	415.04	443.31	618.48	838.89	1,048.61	1,305.52
净利润 (UBS)	229.27	297.04	318.66	342.03	458.44	624.61	767.61	982.29
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.32	0.42	0.42	0.44	0.58	0.80	0.98	1.25
每股股息 (Rmb)	0.10	0.20	0.20	0.19	0.26	0.35	0.43	0.55
现金 / (净债务)	(153.53)	(141.94)	(14.37)	(364.15)	(564.43)	(672.27)	(609.56)	(540.10)

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	17.9	19.5	18.1	18.2	19.9	21.2	21.2	21.2
ROIC (EBIT) (%)	23.4	20.8	16.2	13.4	16.2	19.3	21.7	24.5
EV/EBITDA(core)x	15.3	12.1	17.5	14.3	10.5	7.9	6.4	5.1
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	33.3	23.6	33.6	23.8	17.7	13.0	10.6	8.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.1	2.0	3.6	(2.1)	0.2	2.4	5.5	6.5
净股息收益率(%)	0.9	2.0	1.4	1.8	2.5	3.4	4.1	5.3

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据 2014 年 05 月 13 日 15 时 26 分的股价(Rmb10.36)得出;

# 投资主题

## 华海药业

### 投资理由

华海药业是中国首家在欧美市场实现制剂规模化销售的制药企业。公司是全球最大的普利、沙坦、精神神经类原料药供应商之一。依托原料药基础，公司从2006年前后开始向制剂出口业务升级。经过八年积累，目前公司制剂出口平台已经系统性成型，氯沙坦、拉莫三嗪控释片等多个产品的美国年销售额突破千万美元。我们预计，再经过五年左右的积累公司将有望达到全球中等仿制药企业的水平。在此过程中，公司业务规模和盈利水平有望大幅提高。我们预测公司14-16年EPS 0.44/0.58/0.80元，根据瑞银VACM现金流贴现模型（WACC8.4%）得到目标价14.0元。

### 乐观情景

若原料药业务从二季度开始回升，制剂新产品获批顺利，我们预计原料药及中间体业务有望实现收入15.2亿元，同比增长5%；制剂业务有望实现收入12.4亿元，同比增长50%。我们估算其EPS为0.51元，高出我们预测约15%，对应每股估值为18元。

### 悲观情景

若原料药业务年内没有起色，制剂新产品获批推后，我们预计原料药及中间体业务有望实现收入13.0亿元，同比下滑10%；制剂业务有望实现收入10.3亿元，同比增长25%。我们估算其EPS为0.37元，低于我们预测约15%，对应每股估值为10元。

### 近期催化剂

制剂方面，公司后续通用名药产品获得FDA批准的及时性将对公司业绩和股价造成重要影响；原料药方面，公司近期受到环保问题困扰。环保问题的解决进度对公司业绩和股价影响较大。

12个月评级

买入

12个月目标价

Rmb14.00

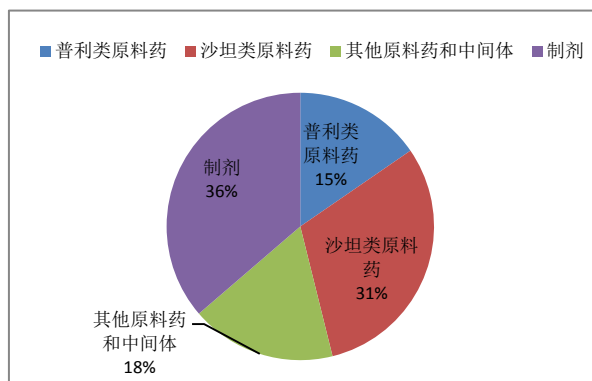
### 公司简介

浙江华海药业股份有限公司主营医药制剂、原料药和中间体，产品以心血管用药、抗抑郁用药和抗病毒药物为主。其中心血管药物ACE抑制剂在国际上品种最多、产销量最大。近年来，公司沙坦类原料药快速增长，成为公司发展新的重要驱动力。

### 行业展望

我们认为，未来四年欧美市场仍将处于品牌药集中专利到期的阶段，市场规模有望较快增长。由于进入壁垒较高，欧美通用名药市场竞争格局良好。以美国为例，我们估计其通用名药市场规模在300亿美元水平，但核心竞争企业仅有数十家。目前华海在研发、申报、营销渠道等方面已具备过硬能力，如果后续产品顺利获批，我们预计公司将呈现高速增长状态。

### 产品按收入分布（2013，%）



来源：公司数据

### 各类产品的毛利

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
普利类原料药	99	94	90	90
沙坦类原料药	262	232	255	268
其他原料药和中间体	132	129	148	163
制剂产品	463	607	849	1092
合计	957	1061	1343	1613

来源：公司数据、瑞银证券估算

## 厄贝复方获批，制剂出口之路恢复畅通

近日，公司 12.5/150mg、12.5/300mg 两个规格的厄贝沙坦&氢氯噻嗪复方制剂获得 FDA 批准。尽管美国市场厄贝沙坦复方制剂生产企业较多，但公司原料药成本优势明显。我们预计公司将成为美国厄贝沙坦&氢氯噻嗪复方制剂的主要供应商之一，业绩有望小幅增厚。

相对于新品种带来的业绩增厚，我们认为，本次获批更大的意义在于标志着公司制剂路口的成长路径已恢复畅通。自 2013 年 1 月拉莫三嗪控释片获批以来，公司经历了一年多的美国产品获批真空期。我们认为，生产线再次认证的周期过长，是造成此前公司制剂品种迟迟无法获批的主要原因，而厄贝沙坦的获批证明这一问题已经解决。

生产线通过 FDA 认证，是制剂产品获得 FDA 批准并登陆美国市场的先决条件。由于上一次生产线认证的有效期已经到期，公司于 2013 年 8 月接受了 FDA 新一轮的生产线现场检查。但由于 FDA 人员不足、美国政府停摆等问题，直到 2014 年 3 月 16 日公司才获得生产线再次通过认证的确认。生产线认证滞后成为限制过去一个阶段公司美国制剂产品获批的主要因素。

而在 2014 年 3 月生产线再次通过 FDA 认证后，公司申报产品已开始快速获批。按申报时间推测，我们认为公司左乙拉西坦缓控片、安非他酮缓控片等品种也已经到达获批的临界窗口，我们将持续关注公司后续产品的审批进展。

我们认为，拉莫三嗪控释片、氯沙坦等品种的成功，已证明公司在研发申报、产品质量、销售能力等方面具备过硬素质。随着 FDA 审批障碍的解决，我们认为公司制剂出口的整条路径已恢复畅通。我们看好公司向制剂领域产业升级的潜力。

## 估值：下调目标价至 14 元，维持“买入”评级

我们下调公司 2014-16 年 EPS 至 0.44/0.58/0.80 元（原为 0.53/0.69/0.93 元）。下调原因包括：

- 2013 年四季度以来，台州地区对制药企业的环保要求大幅提升。受此影响，一季度公司多数原料药车间处于停工状态，当季业绩出现明显下滑。目前公司原料药业务正在逐步恢复，开工车间不断增多，我们预计今年下半年原料药业务将企稳回升，全年原料药销售可能持平或呈小幅下滑状态。
- 公司 2014 年将进一步加大制剂产品的研发申报力度，计划年内完成 20 个通用名药的生物等效性试验和申报工作。我们预计公司的研发费用将有一定幅度的上涨。

图表 1: 盈利预测调整明细

			2014E	2015E	2016E
原料药业务及 中间体销售	调整前	收入	1519	1671	1838
		增速	5%	10%	10%
	调整后	收入	1375	1512	1588
		增速	-5%	10%	5%

来源: 瑞银证券估算

我们根据瑞银 VACM 模型 (WACC8.4%) 得到目标价 14 元。我们的目标价对应 2014/15 年 PE 为 32/24 倍。2014/15 年申万化学原料药板块的平均估值水平为 23.23/17.71 倍 (整体法), 我们的目标价所对应的估值水平高于行业平均水平。

图表 2: 化学原料药板块 2014/15 年平均市盈率水平

	2014E	2015E
申万化学原料药板块平均市盈率 (整体法)	23.23	17.71

来源: 万得资讯

但是, 我们认为, 公司目前正处于从原料药企业向制剂企业转型的关键时期。相对大部分原料药品种, 制剂产品通常拥有更好的盈利能力和盈利稳定性, 理应获得溢价。

我们以 2012/13 年制剂收入持续增长且 2013 年制剂收入占比超过 20% 作为标准, 在原料药板块中筛选出处于向制剂升级状态的企业。这些企业除华海外, 还包括海正药业、京新药业、普洛药业、尔康制药、常山药业。这类公司 2014/15 年平均估值水平为 40.41/30.04 倍。我们目标价所对应的估值水平低于这类公司的平均水平。

图表 3: 可比公司估值 (以 2014 年 5 月 12 日收盘价为基准)

证券代码	证券简称	EPS(过去 90 天平均)		当前股价	PE		当日市值 (亿元)
		2014E	2015E		2014E	2015E	
300267.SZ	尔康制药	0.53	0.72	30.50	57.55	42.36	138.62
002020.SZ	京新药业	0.43	0.64	17.46	41.01	27.43	44.11
600267.SH	海正药业	0.41	0.51	13.95	34.13	27.20	117.14
300255.SZ	常山药业	0.82	1.10	24.51	30.07	22.33	46.18
000739.SZ	普洛药业	0.36	0.49	7.75	21.58	15.72	63.20
平均 (整体法)					40.41	30.04	
600521.SH	华海药业	0.44	0.58	10.29	23.39	17.74	80.81

来源: 万得资讯, 华海药业、尔康制药盈利预测来自瑞银预测, 其他盈利预测取自万得一致预期。

过去一年中由于产品获批滞后、原料药产能受限, 公司股价出现大幅下滑, 目前公司估值水平已明显低于原料药板块和向制剂升级型企业的估值水平。我们认为, 公司经营层面已出现向好迹象。考虑到公司制剂出口业务较大的快速增长潜力, 我们认为公司估值偏低。给予“买入”评级。

## 华海药业 (600521.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,827.61	2,014.39	2,296.41	2,434.19	6.0	3,115.77	28.0	3,957.02	4,946.28	6,158.12
毛利	724.31	811.16	1,007.15	1,059.16	5.2	1,464.41	38.3	1,879.59	2,349.48	2,925.11
息税折旧摊销前利润(UBS)	415.07	492.99	547.32	502.63	-8.2	712.76	41.8	959.77	1,197.72	1,484.82
折旧和摊销	(87.56)	(100.87)	(132.28)	(59.32)	-55.2	(94.28)	58.9	(120.88)	(149.11)	(179.30)
息税前利润(UBS)	327.52	392.13	415.04	443.31	6.8	618.48	39.5	838.89	1,048.61	1,305.52
联营及投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他非营业利润	(27.21)	(4.68)	34.18	(6.88)	-	5.05	-	13.50	(16.17)	(8.44)
净利息	(26.19)	(31.48)	(36.91)	(43.29)	-17.3	(84.20)	-94.5	(117.55)	(129.36)	(141.45)
例外项目(包括商誉)	(0.96)	45.90	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
税前利润	273.16	401.87	412.30	393.14	-4.6	539.34	37.2	734.84	903.07	1,155.64
税项	(59.07)	(63.37)	(48.88)	(51.11)	-4.6	(80.90)	-58.3	(110.23)	(135.46)	(173.35)
税后利润	214.09	338.49	363.42	342.03	-5.9	458.44	34.0	624.61	767.61	982.29
优先股股息及少数股权	2.82	2.63	(4.25)	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
非常项目	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净利润(本地 GAAP)	216.91	341.12	359.17	342.03	-4.8	458.44	34.0	624.61	767.61	982.29
净利润(UBS)	229.27	297.04	318.66	342.03	7.3	458.44	34.0	624.61	767.61	982.29
税率(%)	21.6	15.8	11.9	13.0	9.7	15.0	15.4	15.0	15.0	15.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.32	0.42	0.42	0.44	3.1	0.58	34.0	0.80	0.98	1.25
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.31	0.48	0.48	0.44	-8.5	0.58	34.0	0.80	0.98	1.25
每股收益(UBS, 基本)	0.33	0.42	0.42	0.44	3.0	0.58	34.0	0.80	0.98	1.25
每股股息净值(Rmb)	0.10	0.20	0.20	0.19	-4.8	0.26	34.0	0.35	0.43	0.55
每股账面价值	2.18	2.73	3.83	4.07	6.2	4.46	9.7	5.00	5.63	6.45
平均股数(稀释后)	710.81	711.37	754.42	785.30	4.1	785.30	0.0	785.30	785.30	785.30
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	351.49	292.25	548.80	595.88	8.6	1,386.40	132.7	1,444.65	1,762.48	2,040.34
其他流动资产	1,028.74	1,362.66	2,050.12	2,012.59	-1.8	2,311.31	14.8	2,860.01	3,430.11	4,135.92
流动资产总额	1,380.23	1,654.91	2,598.91	2,608.47	0.4	3,697.71	41.8	4,304.66	5,192.59	6,176.26
有形固定资产净值	570.51	871.58	1,053.42	1,477.95	40.3	1,907.25	29.0	2,130.17	2,331.15	2,513.51
无形固定资产净值	118.55	232.95	237.36	242.21	2.0	247.55	2.2	253.42	259.88	267.99
投资/其他资产	507.74	457.18	576.41	893.08	54.9	768.94	-13.9	666.35	581.90	511.77
总资产	2,577.03	3,216.61	4,466.10	5,221.71	16.9	6,621.45	26.8	7,354.61	8,365.51	9,469.52
应付账款和其他短期负债	504.58	787.78	840.25	1,011.06	20.3	1,111.12	9.9	1,254.05	1,515.36	1,764.35
短期债务	505.01	434.19	519.88	916.74	76.34	1,907.54	108.08	2,073.63	2,328.75	2,537.15
流动负债总额	1,009.59	1,221.96	1,360.13	1,927.80	41.7	3,018.67	56.6	3,327.69	3,844.12	4,301.51
长期债务	0.00	0.00	43.29	43.29	0.0	43.29	0.0	43.29	43.29	43.29
其它长期负债	37.88	45.61	43.40	43.40	0.0	43.40	0.0	43.40	43.40	43.40
优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
总负债(包括优先股)	1,047.47	1,267.57	1,446.82	2,014.50	39.2	3,105.36	54.2	3,414.38	3,930.81	4,388.20
普通股股东权益	1,528.33	1,940.86	3,006.97	3,194.90	6.2	3,503.77	9.7	3,927.91	4,422.39	5,069.01
少数股东权益	1.23	8.17	12.31	12.31	0.0	12.31	0.0	12.31	12.31	12.31
负债和权益总计	2,577.03	3,216.61	4,466.10	5,221.71	16.9	6,621.45	26.8	7,354.61	8,365.51	9,469.52
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	216.91	341.12	359.17	342.03	-4.8	458.44	34.0	624.61	767.61	982.29
折旧和摊销	87.56	100.87	132.28	59.32	-55.2	94.28	58.9	120.88	149.11	179.30
营运资本变动净值	24.33	(273.43)	(45.66)	23.44	-	(178.97)	-	(382.58)	(344.33)	(443.77)
其他营业性现金流	173.18	416.39	403.67	206.62	-48.8	42.95	-79.2	72.80	143.34	106.83
经营性现金流	501.98	584.95	849.46	631.41	-25.7	416.69	-34.0	435.70	715.73	824.64
有形资本支出	(346.06)	(447.81)	(466.24)	(803.41)	-72.3	(402.42)	49.9	(244.26)	(268.69)	(295.56)
无形资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净(收购)/处置	(21.86)	4.67	21.57	21.57	0.0	21.57	0.0	21.57	21.57	21.57
其他投资性现金流	4.60	(0.49)	(681.97)	(1.96)	-	(2.36)	-	(2.83)	(3.39)	(4.07)
投资性现金流	(363.32)	(443.63)	(1,126.64)	(783.80)	30.4	(383.21)	51.1	(225.52)	(250.52)	(278.06)
已付股息	(44.88)	(53.86)	(109.49)	(157.06)	-43.4	(149.57)	4.8	(200.47)	(273.14)	(335.67)
股份发行/回购	60.00	125.42	816.67	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他融资性现金流	(175.12)	90.89	111.19	(40.33)	-	(84.20)	-108.78	(117.55)	(129.36)	(141.45)
债务及优先股变化	464.94	(70.83)	128.98	396.87	207.69	990.80	149.66	166.09	255.12	208.40
融资性现金流	304.94	91.63	947.34	199.48	-78.9	757.03	279.5	(151.93)	(147.38)	(268.72)
现金流量中现金的增加(减少)	443.60	232.95	670.16	47.09	-93.0	790.52	1578.9	58.25	317.83	277.86
外汇/非现金项目	(315.57)	(292.19)	(413.61)	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
资产负债表现金增加/(减少)	128.02	(59.24)	256.55	47.09	-81.6	790.52	1578.9	58.25	317.83	277.86

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。



## 华海药业 (600521.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	35.2	20.5	29.8	23.8	17.7	13.0	10.6	8.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	33.3	23.6	33.6	23.8	17.7	13.0	10.6	8.3
股价/每股现金收益	23.7	17.5	23.7	20.3	14.7	10.9	8.9	7.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.1	2.0	3.6	(2.1)	0.2	2.4	5.5	6.5
净股息收益率(%)	0.9	2.0	1.4	1.8	2.5	3.4	4.1	5.3
市净率	4.9	3.6	3.7	2.5	2.3	2.1	1.8	1.6
企业价值/营业收入(核心)	3.5	3.0	4.2	3.0	2.4	1.9	1.5	1.2
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	15.3	12.1	17.5	14.3	10.5	7.9	6.4	5.1
企业价值/息税前利润(核心)	19.4	15.3	23.1	16.2	12.1	9.1	7.3	5.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	18.1	17.2	21.5	20.7	12.5	9.1	7.1	5.7
企业价值/运营投入资本	4.5	3.2	3.7	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	7,513.79	6,971.91	10,639.92	8,135.73	8,135.73	8,135.73	8,135.73	8,135.73
净债务 (现金)	(14.94)	147.73	78.15	189.26	464.29	618.35	618.35	618.35
少数股东权益	1.23	8.17	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
养老金拨备/其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>企业价值总额</b>	<b>7,500.09</b>	<b>7,127.81</b>	<b>10,730.39</b>	<b>8,337.31</b>	<b>8,612.34</b>	<b>8,766.40</b>	<b>8,766.40</b>	<b>8,766.40</b>
非核心资产	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,151.54)
<b>核心企业价值</b>	<b>6,353.55</b>	<b>5,981.27</b>	<b>9,583.85</b>	<b>7,190.77</b>	<b>7,465.80</b>	<b>7,619.86</b>	<b>7,619.86</b>	<b>7,614.86</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	78.7	10.2	14.0	6.0	28.0	27.0	25.0	24.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	119.8	18.8	11.0	-8.2	41.8	34.7	24.8	24.0
息税前利润(UBS)	194.5	19.7	5.8	6.8	39.5	35.6	25.0	24.5
每股收益(UBS 稀释后)	NM	29.5	1.2	3.1	34.0	36.2	22.9	28.0
每股股息净值	20.0	100.0	0.0	-4.8	34.0	36.2	22.9	28.0
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	39.6	40.3	43.9	43.5	47.0	47.5	47.5	47.5
息税折旧摊销前利润率	22.7	24.5	23.8	20.6	22.9	24.3	24.2	24.1
息税前利润率	17.9	19.5	18.1	18.2	19.9	21.2	21.2	21.2
净利 (UBS) 率	12.5	14.7	13.9	14.1	14.7	15.8	15.5	16.0
ROIC (EBIT)	23.4	20.8	16.2	13.4	16.2	19.3	21.7	24.5
税后投资资本回报率	18.3	17.2	14.3	11.7	13.7	16.4	18.5	20.8
净股东权益回报率(UBS)	16.2	17.1	12.9	11.0	13.7	16.8	18.4	20.7
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	0.4	0.3	0.0	0.7	0.8	0.7	0.5	0.4
净债务/总权益 %	10.0	7.3	0.5	11.4	16.1	17.1	13.7	10.6
净债务/(净债务 + 总权益) %	9.1	6.8	0.5	10.2	13.8	14.6	12.1	9.6
净债务/企业价值	2.4	2.4	0.1	5.1	7.6	8.8	8.0	7.1
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	193.6	175.9
资本支出/营业收入(%)	18.9	22.2	20.3	NM	12.9	6.2	5.4	4.8
息税前利润/净利息	12.5	12.5	11.2	10.2	7.3	7.1	8.1	9.2
股息保障倍数 (UBS)	3.3	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
股息支付率 (UBS) %	30.5	47.6	47.3	43.7	43.7	43.7	43.7	43.7
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	1,827.61	2,014.39	2,296.41	2,434.19	3,115.77	3,957.02	4,946.28	6,158.12
<b>总计</b>	<b>1,827.61</b>	<b>2,014.39</b>	<b>2,296.41</b>	<b>2,434.19</b>	<b>3,115.77</b>	<b>3,957.02</b>	<b>4,946.28</b>	<b>6,158.12</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	327.52	392.13	415.04	443.31	618.48	838.89	1,048.61	1,305.52
<b>总计</b>	<b>327.52</b>	<b>392.13</b>	<b>415.04</b>	<b>443.31</b>	<b>618.48</b>	<b>838.89</b>	<b>1,048.61</b>	<b>1,305.52</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+35.1%
预测股息收益率	2.5%
预测股票回报率	+37.6%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+28.1%

---

## 风险声明

我们认为，公司面临的主要下行风险包括：1) 若浙江地区的环保要求进一步提升，可能对公司原料药产能的回复造成负面影响；2) 若 FDA 对通用名药产品的审批周期进一步拉长，将对公司业务造成负面影响。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例** **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：季序我, 博士.

### 涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华海药业	600521.SS	买入	不适用	Rmb10.29	2014 年 05 月 12 日

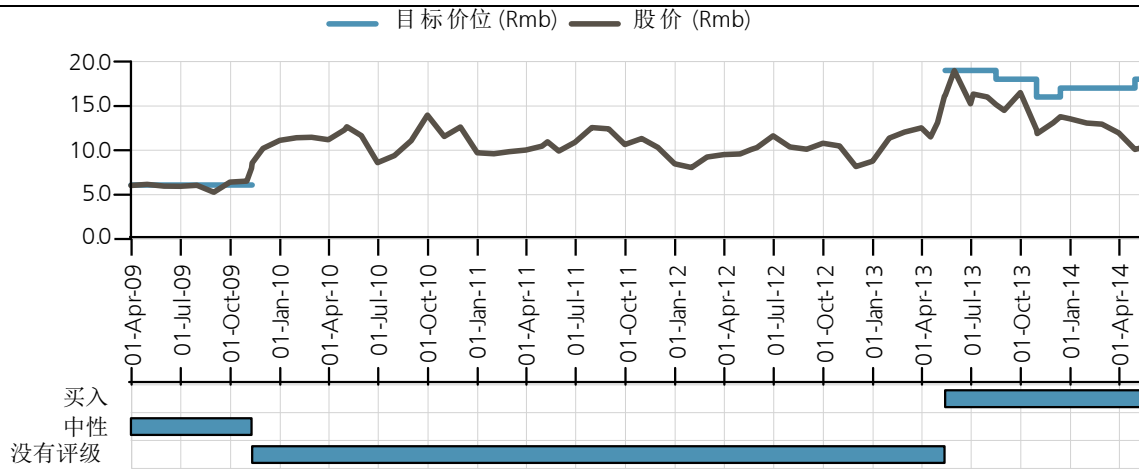
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的“价值与风险”章节。



# 华海药业 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 5 月 12 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：** 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。居住在美国的合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

